

国星光电 (002449.SZ)

显示促增长，照明保未来

 评级: **买入**

 前次: **买入**

目标价(元):

41.16-47.04

联系人

分析师

林健晖

刘江啸

0531-81776393

S0740210070003

linjh@qlzq.com.cn

021-58208341

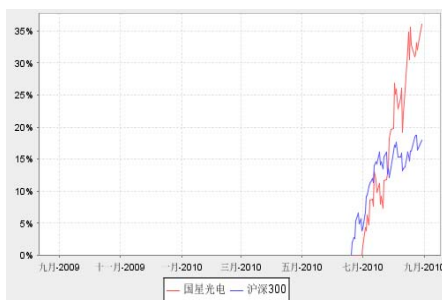
2010年9月14日

liujx@qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	215.00
流通股本(百万股)	44.00
市价(元)	38.08
市值(百万元)	8187.20
流通市值(百万元)	1675.52

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	566.72	627.91	912.00	1,352.31	1,873.62
营业收入增速	27.68%	10.80%	45.24%	48.28%	38.55%
净利润增长率	70.27%	7.80%	51.53%	45.25%	35.61%
摊薄每股收益(元)	0.67	0.72	0.81	1.18	1.59
前次预测每股收益(元)	0.67	0.72	0.70	0.93	1.19
市场预测每股收益(元)	0.67	0.72	0.73	1.07	1.46
偏差率(本次-市场/市场)	0	0	11%	10%	9%
市盈率(倍)	0.00	0.00	45.45	31.29	23.07
PEG	0.00	0.00	0.88	0.69	0.65
每股净资产(元)	2.13	2.75	9.52	10.34	11.46
每股现金流量	0.87	0.74	1.08	1.24	1.70
净资产收益率	31.22%	26.09%	8.51%	11.37%	13.92%
市净率	0.00	0.00	3.87	3.56	3.21
总股本(百万股)	160.00	160.00	215.00	215.00	215.00

备注: 市场预测取聚源一致预期

投资要点

- 公司是国内最大的 SMD LED 封装企业，其核心业务是 SMD LED。2007~2009 年公司的营业收入和净利润的年均复合增长率分别为 18.94% 和 34.74%。
- 短中期，显示屏需求的增长是公司业绩增长的最大动力。目前，公司 LED 产品的下游应用领域主要是白色家电和室内显示屏。
 - 白色家电用 LED 的需求稳定增长，是公司目前最大的稳定收入来源。
 - SMD LED 是户内全彩显示屏的主角，公司产品占领国内较大的市场份额。未来，SMD LED 显示屏将逐渐替代 Lamp 式室外全彩显示屏。随着显示屏市场的增长以及 SMD LED 在室外显示屏渗透率的提升，该业务有可能实现超预期增长。
- 公司积极介入电视背光源和汽车市场。背光源，汽车和通用照明是未来全球对 LED 需求增长最快的应用领域，对于处在全球制造中心的中国企业将从中受益。公司正在为量产 LED 电视背光源做前期准备，并已经通过了汽车行业质量认证 TS16949，产品逐渐渗透入汽车市场。
- 面对巨大的通用照明市场，公司做好了技术储备和产业布局。公司在拥有核心封装技术的基础上，积极研发下游光源模块和灯具，并通过参股上游厂商保障 LED 芯片的供应。完善的产业布局将使得公司在巨大的照明市场爆发之前具有先发优势，未来将长期受益于 LED 照明市场的增长。
- 估值: LED 行业处于快速成长期，我们可以给予公司较高的相对估值，给予 2011 年市盈率 35 ~ 40 倍，认为公司的中远期目标区间为 41.16 ~ 47.04 元。

内容目录

公司是国内 SMD LED 封装的龙头企业	- 3 -
公司是国内最大的 SMD LED 封装企业	- 3 -
SMD LED 是公司的核心业务	- 3 -
近年来公司快速发展	- 4 -
短中期，业绩增长主要受益于显示屏领域需求的增长	- 5 -
公司现有产品主要应用在白色家电和显示屏	- 5 -
白色家电用 LED 的需求稳定增长，是公司目前最大的稳定收入来源。	- 5 -
显示屏市场的增长是目前公司业绩增长的最大动力	- 6 -
公司将受益于背光源汽车，尤其照明领域对 LED 需求的增长	- 8 -
背光源，汽车和通用照明是未来全球对 LED 需求增长最快的领域	- 8 -
公司积极介入电视背光源和汽车照明市场	- 9 -
面对巨大的通用照明市场，公司做好了技术储备和产业布局	- 10 -
盈利预测与估值	- 11 -
盈利预测前提	- 11 -
估值	- 11 -
风险提示	- 12 -

图表目录

图表 1: 公司的 LED 产品示意图	- 3 -
图表 2: 公司 LED 按封装形式的分类	- 3 -
图表 3: 公司增长势头良好	- 4 -
图表 4: SMD LED 销售收入的占比不断提升	- 4 -
图表 5: 毛利率保持稳定	- 4 -
图表 6: 费用率保持稳定	- 4 -
图表 7: 2009 年，公司的客户结构	- 5 -
图表 8: 公司显示模块产品示意图	- 5 -
图表 9: 中国 LED 显示屏的销售额	- 6 -
图表 10: Lamp 显示屏和 SMD 显示屏	- 7 -
图表 11: Lamp 显示屏和 SMD 显示屏	- 7 -
图表 12: 室内 SMD 显示屏示意图	- 8 -
图表 13: LED 的技术发展和应用领域变化	- 8 -
图表 14: LED 未来的发展趋势	- 8 -
图表 15: 全球 LED 市场规模的增长	- 9 -
图表 16: 分产品预测（单位：百万元）	- 12 -

公司是国内 SMD LED 封装的龙头企业

公司是国内最大的 SMD LED 封装企业

- 2009 年中国 LED 市场销售额位于前十位的企业中，前五位分别被中国台湾厂商、美国 Cree、日本 Nichia 占据，中国大陆本土封装企业国星光电位列第六位。
- 据国家半导体照明产业联盟 CSA 统计数据显示，国星光电、九洲光电、瑞丰光电位居 2009 年照明 LED 市场占有率前三位。公司是全国最大的 SMD LED 封装企业，产品处于中高端水平。2006 年 SMD LED 产量占全国 SMD LED 产量的比例为 34.00%。

SMD LED 是公司的核心业务

- 公司的主营业务是 LED 封装。
 - 2009 年，公司 LED 产品销售收入占营业收入的比例为 84.28%。2010 年上半年该比例上升到 88%。
 - SMD LED，即表面贴装式 LED 应用领域广泛，需求量大，是公司核心业务。未来随着公司募集资金项目的实施，SMD LED 的产能将不断释放，SMD LED 销售收入占比将继续提升。
 - Lamp LED，即支架式 LED 主要用以满足部分客户在购买 LED 组件及其他产品时对指示灯等配套产品的需求，公司维持现有产能 3.6 亿只/年，该业务销售收入占比将逐渐下降。
- 加工业务是公司的稳定收入来源。
 - 公司一直为日本三洋电波工业株式会社提供调谐器和 LIB（锂电池）电源管理器的来料加工。
 - 该业务的机器设备、原材料均由客户提供，营业成本低，毛利率较高。这种模式对资金投入要求低，有利于公司积累发展资金，支持自主产品发展。

图表 1：公司的 LED 产品示意图



来源：齐鲁证券研究所

图表 2：公司 LED 按封装形式的分类

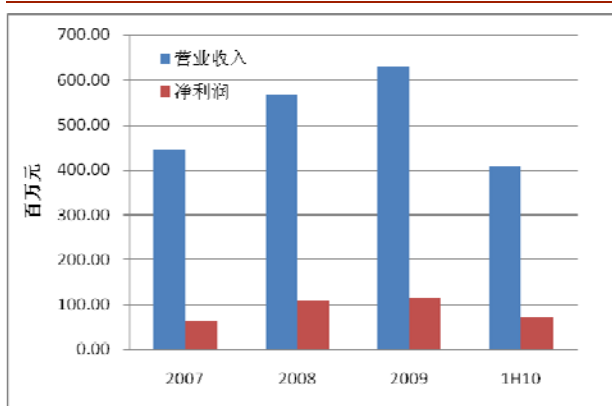
Lamp LED		家用电器、消费电子产品、户外显示屏、仪器仪表、交通信号、汽车照明
SMD LED	Chip LED	家用电器、消费电子产品、户内全彩显示屏、仪器仪表、手机
	PLCC LED	户内外全彩显示屏、中小尺寸背光源、汽车照明、霓虹灯、广告牌、城市亮化工程、室内照明
	Sideview LED	小尺寸背光源
	High Power LED	通用照明、城市亮化工程、大尺寸背光源、特种照明

来源：齐鲁证券研究所

近年来公司快速发展

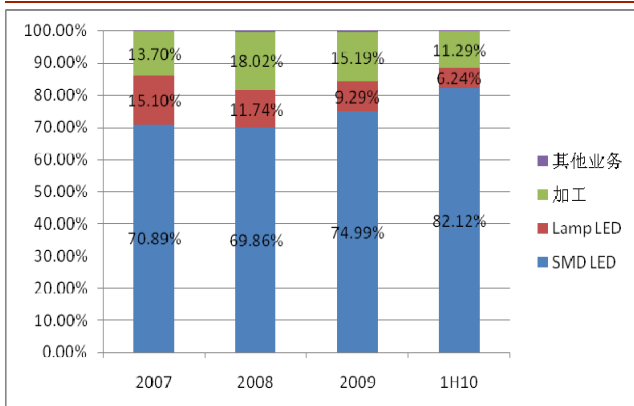
- 2007 ~ 2009 年公司的营业收入和净利润的年均复合增长率分别为 18.94% 和 34.74%，2010 年中期公司营业收入和净利润分别同比增长 39.89% 和 43.18%，增长均主要来自于附加值较高的 SMD LED。
- 2007 ~ 2009 年，公司产品综合毛利率分别为 29.06%，34.81% 和 33.43%，与占比最大的 SMD LED 产品毛利率的变动方向基本一致。
- 2007 ~ 2009 年，公司费用率稳定，三年平均为 11.85%。销售费用率稳定，三年平均为 2.65%。公司管理费用率分别为 7.56%，7.80% 和 8.31%，呈现逐年上升趋势，2010 年上半年达到 8.53%，这主要是由于技术研发费用的增加。

图表 3：公司增长势头良好



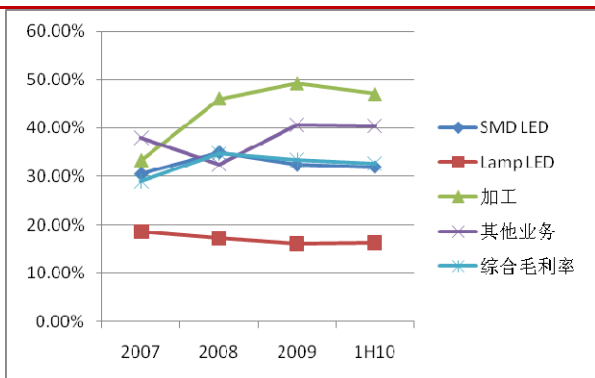
来源：齐鲁证券研究所

图表 4：SMD LED 销售收入的占比不断提升



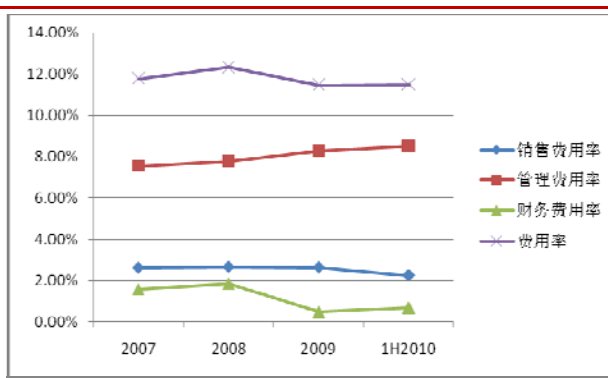
来源：齐鲁证券研究所

图表 5：毛利率保持稳定



来源：齐鲁证券研究所

图表 6：费用率保持稳定



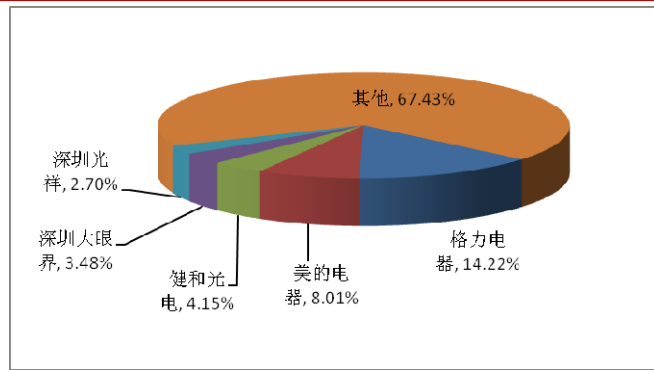
来源：齐鲁证券研究所

短中期，业绩增长主要受益于显示屏领域需求的增长

公司现有产品主要应用在白色家电和显示屏

- 从公司前五大客户的产品看，公司产品主要应用在空调等白色家电的显示面板和室内外显示屏上。

图表 7：2009 年，公司的客户结构



来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

白色家电用 LED 的需求稳定增长，是公司目前最大的稳定收入来源。

- 白色家电用 LED 需求量稳定，显示模块是定制化产品。
 - 公司主要为家电厂商提供显示模块，遥控器背光源模块以及相关配套的 Lamp 指示灯等产品。

图表 8：公司显示模块产品示意图



来源：齐鲁证券研究所

- 作为全球市场占有率最高的空调制造厂商，格力电器和美的电器成为了公司目前最大的下游客户。中国空调产量已经占全球产量的 70%，空调产量规模比较稳定，对上游的 LED 器件产品需求稳定。
- 由于公司提供的主要是模组产品，空调等白色家电产品的更新换代较快，模组产品定制化特点明显，可以维持稳定较高的毛利率。

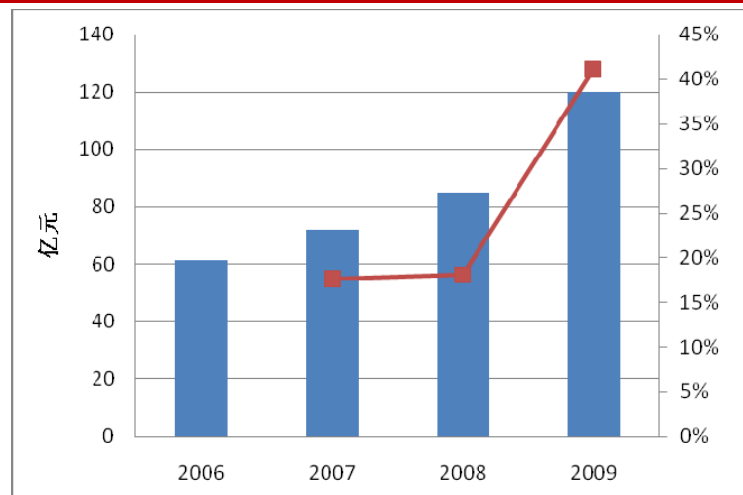
- LED 模组产品的定制化特点明显，需要公司具有快速的响应能力，因而公司的客户主要集中在珠江三角洲地区。

显示屏市场的增长是目前公司业绩增长的最大动力

■ 显示屏市场处于快速发展的阶段。

- 在中国，显示屏是 LED 最大的应用领域之一。LED 显示屏主要是应用为信息显示和广告宣传。LED 显示屏已经广泛应用于银行，证券，高速公路，飞机场，火车站，地铁，医院，体育场馆，学校，娱乐，广告以及租赁等场所，渗透到各个行业部门。2006-2009 年，中国 LED 显示屏复合增长率超过 25%。2009 年，中国 LED 显示屏市场规模达到了 120 亿元，成为 LED 最大的应用领域之一。

图表 9：中国 LED 显示屏的销售额



来源：齐鲁证券研究所

- 在大街小巷，从理发店美容院饭店到小卖铺，我们都可以见到作为招牌或广告信息显示的单双色 LED 显示屏；在商业街或者城镇活动广场，巨大的全彩显示屏常常成为人们眼光的焦点，巨大的画面绚丽的色彩，使得显示屏具有相当的视觉冲击。可以说，LED 显示屏已经进入了千家万户。在可以预见的未来，LED 显示屏在广告和信息显示领域将渗透更深更广。

■ SMD LED 是户内全彩显示屏的主角，是中短距离 Lamp 式户外全彩显示屏的替代者。

- **SMD LED 全彩显示屏显示出的图像更清晰逼真。**显示屏的单个像素点是由 RGB 三基色 3-4 颗 LED 芯片组成。Lamp 式全彩显示屏每个像素点是用三基色的单个颜色 Lamp LED 排列在一起组成，基色 LED 灯之间的间距依赖于 Lamp LED 的尺寸大小(现在市场一般最小直径是 3mm)；而 SMD LED 可以把 RGB 三个基色 LED 芯片封装在一起，封装后整体尺寸仅为 1-5 mm。因而，和 Lamp LED 全彩显示屏相比，SMD LED 全彩显示屏显出来的图像更清晰逼真。

图表 10: Lamp 显示屏和 SMD 显示屏



来源：齐鲁证券研究所

- 此外，SMD LED 全彩显示屏的视角较大，平整度和一致性均好于 Lamp 显示屏。
- 由于室内显示屏的观察距离较短，对图像要求较高，SMD LED 全彩显示屏已经是室内全彩显示屏的主角。

室外用显示屏对 LED 的亮度要求高于室内显示屏的要求。Lamp 显示屏由于亮度高，成本低依然是室外（尤其观察距离较远的）显示屏的主要产品。SMD LED 亮度已经能满足室外显示屏的亮度要求。随着 SMD LED 亮度和可靠性的提升以及产品价格的下降，SMD 全彩显示屏将逐渐替代 Lamp 式室外全彩显示屏。

图表 11: Lamp 显示屏和 SMD 显示屏

	亮度要求 cd/m ²	*单像素点亮 度 (mcd)	SMD LED 发光角 (°)	Lamp LED 发光角 (°)
室内显示屏	1500 - 2500	150 - 250	100 ~ 160	18 ~ 120
室外显示屏	6000 - 8000	600 - 800		
备注：*这是对于物理点间距为 10mm 的显示屏而言。				

来源：齐鲁证券研究所

- 显示屏是目前公司业绩增长的最大动力，室外显示屏存在超预期因素。
- 公司拥有国内领先的应用于显示屏的 SMD LED 器件制造技术，产品一直在室内显示屏市场占有较大的市场份额。目前，正开始利用先进 SMD 制造技术介入室外显示屏市场。
- 公司利用超募资金实施“新型 TOP LED 制造技术及产业化项目”，该项目产品具有高导热性，高可靠性，便于加工，应用于显示屏领域将非常有竞争力。
- 上半年，销售收入增长最快的产品就是 Top LED（属于 SMD LED）。目前，Top LED 产量约 1 亿只/月，销售收入占比超过 30%。随着显示屏的增长以及 SMD LED 在室外显示屏应用的逐步渗透，该业务有可能超预期增长。

图表 12: 室内 SMD 显示屏示意图



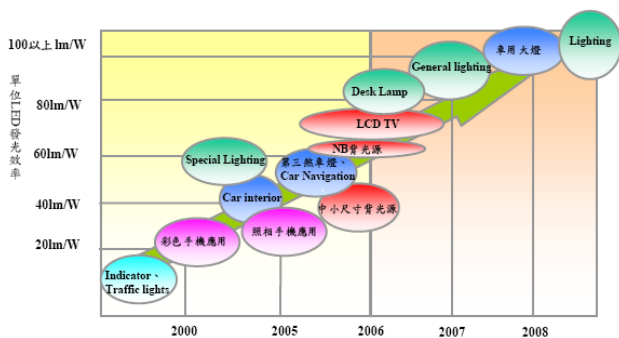
来源: 网络信息, 齐鲁证券研究所

公司将受益于背光源汽车, 尤其照明领域对 LED 需求的增长

背光源, 汽车和通用照明是未来全球对 LED 需求增长最快的领域

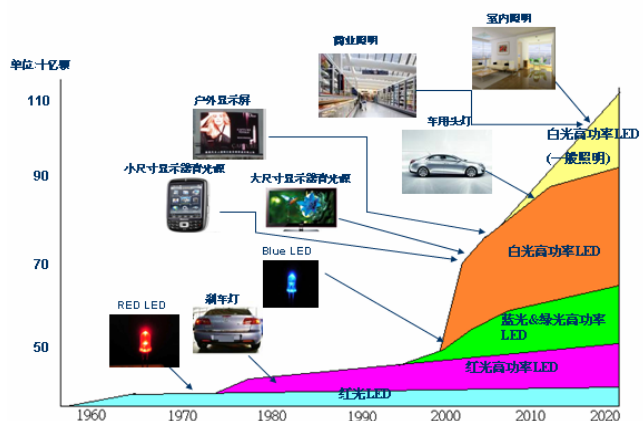
- LED 在背光, 汽车和照明领域的快速渗透是全球 LED 增长的主要驱动力
- 由于 LED 灯节能环保, 随着单位流明 (lm) 的成本不断降低, LED 的应用市场不断拓展, 从工业用、车用、手机、电视到照明, 其市场规模正大幅地在成长中。目前, LED 正处于进入液晶显示器及电视等中大尺寸 LCD 面板背光源、车灯及通用照明应用的关键发展时期。

图表 13: LED 的技术发展和应用领域变化



来源: 齐鲁证券研究所

图表 14: LED 未来的发展趋势

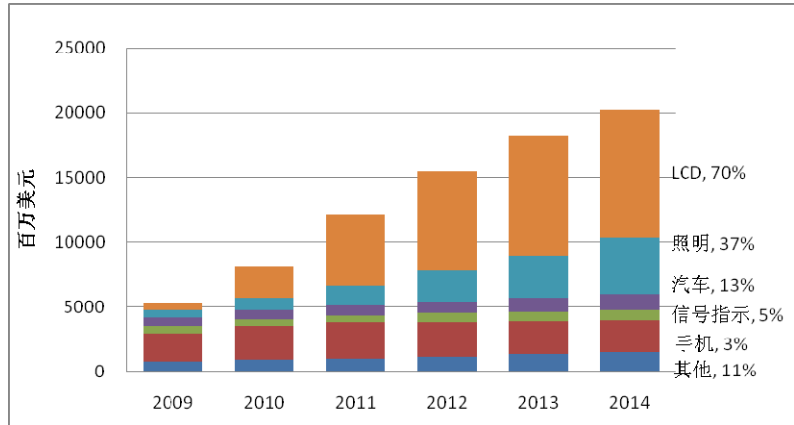


来源: 台湾研究院, 齐鲁证券研究所

- 研究机构 Strategies Unlimited 预计, 2009-2014 年全球 LED 产业保持 30% 以上的年复合增长率。大尺寸面板背光 LED 产品和 LED 照明设备的需求大增, 将让高亮度 LED 市场急速沸腾。预估至 2014

年，全球对 LED 的需求将可能达到 2009 年总需求量的 4 倍以上，需求量将超过 2,000 亿颗。

图表 15：全球 LED 市场规模的增长



来源：Strategies Unlimited，齐鲁证券研究所

- 作为全球制造中心以及内需本身很大的中国，中国企业必将从中受益。
 - 2009 年，中国电视出货量占全球电视出货量的 42%。2010 年 1-7 月，中国彩电产量增长 11.1%，其中液晶电视增长 36.1%。预计 2010 年液晶电视出货量将增长 40%至 8000 万台。以 LED 渗透率 20%和单台平均需要 500 颗 LED 简单估算，短期需求约 80 亿颗/年；而未来随着渗透率的提升，LED 的潜在需求将是 500 亿颗/年。
 - 2009 年，中国汽车产量为 1379 万辆。以单台汽车需要约 400 颗 LED 计算，每年新车的潜在 LED 需求超过 50 亿颗。考虑到现有汽车大部分未使用 LED 灯，而中国的汽车保有量接近 7 千万，汽车市场潜在需要 LED 数接近 300 亿颗。

公司积极介入电视背光源和汽车照明市场

- 公司正在为批量生产 LED 电视背光源做前期的准备工作
 - 背光领域：按照液晶显示尺寸显示大小，背光源可以分为手机游戏机等用的小尺寸，笔记本台式机用用的中尺寸以及电视用的大尺寸显示背光源。对于正在快速增长的电视大尺寸背光源，由于国外上下游厂商互相参股形成了利益联盟，国内企业难以介入。目前，公司的背光源模块主要应用在空调遥控器，手机和游戏机等中小尺寸产品。
 - 根据 Strategies Unlimited 的预测，2009-2014 年，电视背光源用 LED 产品销售额的复合增长率将高达 70%。目前，电视背光源用的 LED 芯片主要由日本、韩国和台湾等国外厂商提供，国内厂商的 LED 电视均采购来自国外电视背光源模组厂商的产品。国内厂商还没有批量生产 LED 背光源的能力，这主要是由于：一，国内量产的 LED 芯片的亮度达不到 LED 背光源的要求；二，LED 背光源厂商模组还没有掌握批量生产的技术。

- 京东方和深圳帝光是国内 LED 背光源技术实力最强,拥有最多相关专利技术的模组厂商,公司和他们有合作关系,进行着批量生产的前期准备。依托领先的 SMD LED 封装技术以及量产小尺寸背光源的经验,公司有望在未来巨大的背光源市场占有一席之地。
- 根据国内外背光源的发展状况,我们认为公司募集资金项目之一“LED 背光源技术改造项目”有望在 2011 年下半年开始贡献业绩。

■ 公司产品逐渐渗透入汽车电子市场。

- 几乎所有品牌的汽车制造商都有新款汽车装配 LED 大灯、尾灯以及车内 LED 照明灯,这已逐步成为时尚和趋势。CSA 预计 2010 年我国 LED 前装市场(OEM 配套市场),LED 组合尾灯、LED 中央高位刹车灯、汽车仪表背光以及其它 LED 灯的配套将达到 50 亿元。
- 公司目前和福建浙江等地的汽车装配厂商合作,产品应用在仪表背光。长期以来,公司通过和高等院校科研研究所合作研究前装汽车灯,为未来进入汽车市场奠定基础。近期,公司已经通过了国际标准化组织颁布的汽车行业质量认证 TS16949,为进入汽车厂商的供应链扫清了障碍。

面对巨大的通用照明市场,公司做好了技术储备和产业布局

■ 公司拥有基于 PCB 的大功率封装的核心技术。

- 从 LED 外延片被制造出来到应用在终端照明灯具的过程中,无论是上游的芯片生产还是下游应用的二次光学设计环节,提高出光效率和散热是两个最为关键的问题。
- 在器件封装方面,公司在国际上首创了基于 PCB 的大功率 LED 器件结构,在基板材料、生产工艺等方面实现了自主创新,目前已获 2 项国内发明专利授权,并有 2 项国内发明专利和 4 项国外发明专利的申请正在受理中。
- 该技术把热沉(铜)嵌于 PCB 沉孔结构内部,LED 芯片安放于热沉上,热沉底部与外部直接接触。这样的结构最大限度降低器件热阻,1W 级大功率 LED 的热阻低于 10K/W(最低达到 3.1 K/W)。
- 该技术是独创的基于普通 PCB 基板、热电分离结构、一次性塑封成型的大功率 LED 新型结构及制造技术,具有成本低、生产效率高、器件散热性能优良、高光效、高可靠性、适于 SMT 贴装、便于自动化大批量制造等众多优势。
- 公司同时为三洋加工 LED 用陶瓷基板材料,积累相关的技术经验。陶瓷散热性能良好,采用陶瓷基板,可以把器件做得更小,便于集成封装,未来有望成为主流的技术路线。

■ 公司设立照明事业部,涉及下游。

- LED 不仅具有一般光源的共同特征,还有其自身的特殊性。LED 器件发出的光方向性很强,发光体很小,可以看成点光源。如何把点点光源通过二次光学设计变成我们日常需要面光源,并同时解决好散热问题,是应用领域最重要的命题。

- 2009 年底，国星光电设立 LED 照明事业部，开始从事 LED 灯具、光源模块等 LED 应用产品的研发与生产，正式涉足产业下游。
- 目前，公司产品线已经较为齐全，有柔性灯条，台灯，壁灯，日光灯，隧道灯，庭院灯，矿灯，路灯等。由于国外消费水平和环保理念较强，对 LED 需求已经先期启动，公司像台灯和日光灯等产品以出口为主，现有出货量还较小，是千级/月的规模。
- 公司参股上游 LED 芯片生产厂商，持有 15% 的旭瑞光电股份。
 - 为了保证上游高品质 LED 芯片的供应，公司已与 SemiLEDs Corporation(旭明光电)合资成立旭瑞光电，旭明光电和公司分别持有 49% 和 15% 的股份。
 - 旭明光电拥有自主产权的生产垂直结构 LED 芯片的核心技术，该技术是在 LED 外延生长之后，剥离掉导热性不强的蓝宝石衬底，然后把芯片粘帖在导热性良好的金属铜合金材料上，因而该 LED 芯片散热性能非常好，适合于做大功率芯片。
 - 旭瑞光电未来计划五年投入 100 台 MOCVD。目前厂房已经封顶，首批设备正在报关，年底将有望生产出第一批芯片。旭明光电的 LED 外延芯片技术处于世界一流水平，目前蓝光 LED 芯片量产发光效率为 110-120 lm/W。
- 公司在拥有核心封装技术的基础上，积极研发下游光源模块和灯具，并通过参股上游厂商保障 LED 芯片的供应，完善的产业布局将使得公司在巨大的照明市场爆发之前具有先发优势，未来将长期受益于 LED 照明市场的增长。

盈利预测与估值

盈利预测

- 募集资金项目有四个子项目。新型表面贴装发光二极管技术改造项目有望在 2011 年中期完成，其他三个项目在 2011 年底前完成。超募资金项目-新型 TOP LED 制造技术及产业化项目建设期为 2 年。
- 目前，SMD 器件产能达到了 3 亿只/月，功率型产品产能 300 万/月。2010 年年底 SMD 器件产能有望达到 4 亿只/月。
- 随着上游蓝光 LED 芯片生产厂商产能的释放，公司成本 LED 芯片供给压力将逐步获得缓解，产品售价将跟随芯片价格下跌而有所下滑。基于公司的市场地位，竞争优势明显，毛利率有望维持相对稳定。
- 2010-2012 年，预计公司 EPS 分别为 0.81 元，1.18 元和 1.59 元。

估值

- 随着市场对 LED 需求的迅速增长，整个行业处于快速成长期，我们可以给予公司较高的相对估值，给予 2011 年市盈率 35 ~ 40 倍，认为公司中远期的目标区间为 41.16 ~ 47.04 元。

图表 16：分产品预测（单位：百万元）

	2009	2010	2011	2012
SMD 器件				
销量（亿只）	21.07	30.60	49.50	63.00
销售收入	326.70	504.90	767.25	869.40
毛利率	33.25%	32.50%	32.00%	31.50%
SMD 组件				
销售收入	144.19	159.00	239.20	437.60
增长率	15.63%	10.27%	50.44%	82.94%
毛利率	30.25%	29.50%	29.00%	29.00%
功率型产品				
产能（万只）	0	3,600	6,000	12,000
销售收入	0.00	68.04	120.96	252.72
毛利率	0.00%	35.00%	35.00%	35.00%
照明灯具				
销售收入	0	22.00	54.00	130.00
毛利率	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%
Lamp 器件				
产能（万只）	36,000	36,000	36,000	40,000
销售收入	35.22	34.56	32.40	32.40
毛利率	12.73%	13.50%	13.25%	13.00%
Lamp 组件				
销售收入	23.10	14.00	16.00	18.00
毛利率	21.24%	25.00%	25.00%	25.00%
加工业务				
销售收入	95.38	108.00	119.00	130.00
毛利率	49.22%	48.00%	47.00%	46.00%

来源：齐鲁证券研究所

风险提示

- 产品升级和市场竞争风险
 - 作为高新技术的 LED 产业，产品升级较快，公司若跟不上升级步伐将发生竞争力下降的风险。
 - 中国目前有一千多家的封装企业，随着越来越多的企业加入 LED 行业，未来封装和应用环节的市场竞争很可能加剧，公司面临着市场竞争激烈导致盈利能力下降的风险。
- 募集资金项目达不到预期的风险
 - 若公司不能有效开拓家电和室内显示屏之外的细分市场，或者照明市场增长率低于预测，就有可能无法有效消化新增的产能，公司可能无法按照既定计划实现应有的经济效益，因此面临项目投资后的市场风险。

附录1 历史推荐和目标定价

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-08-12	买入	31.76	37.04 ~ 44.45
2	2010-09-14	买入	38.07	41.16 ~ 47.04

来源：齐鲁证券研究所

附录2：财务预测简表
损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	444	567	628	912	1,352	1,874
增长率	—	27.7%	10.8%	45.2%	48.3%	38.5%
营业成本	-315	-369	-418	-609	-911	-1,269
% 销售收入	70.9%	65.2%	66.6%	66.8%	67.3%	67.7%
毛利	129	197	210	303	442	605
% 销售收入	29.1%	34.8%	33.4%	33.2%	32.7%	32.3%
营业税金及附加	-2	-3	-3	-5	-7	-9
% 销售收入	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-12	-15	-17	-21	-30	-39
% 销售收入	2.6%	2.7%	2.6%	2.3%	2.2%	2.1%
管理费用	-34	-44	-52	-73	-108	-150
% 销售收入	7.6%	7.8%	8.3%	8.0%	8.0%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	82	135	138	205	297	406
% 销售收入	18.4%	23.8%	22.0%	22.4%	22.0%	21.7%
财务费用	-7	-11	-3	2	5	6
% 销售收入	1.6%	1.9%	0.5%	-0.2%	-0.4%	-0.3%
资产减值损失	1	0	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	—	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	75	124	133	207	302	412
营业利润率	17.0%	21.8%	21.1%	22.7%	22.4%	22.0%
营业外收支	2	0	5	5	5	5
税前利润	78	124	137	212	307	417
利润率	17.5%	21.9%	21.9%	23.2%	22.7%	22.2%
所得税	-13	-15	-19	-32	-46	-63
所得税率	16.2%	11.8%	14.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	65	110	118	180	261	354
少数股东损益	2	3	3	6	8	11
归属于母公司的净利润	63	107	115	174	253	343
净利率	14.1%	18.8%	18.3%	19.1%	18.7%	18.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	65	110	118	180	261	354
少数股东损益	0	0	0	6	8	11
非现金支出	20	32	37	53	69	86
非经营收益	8	10	3	-4	-5	-5
营运资金变动	-1	-12	-40	4	-57	-69
经营活动现金净流	91	140	118	238	276	378
资本开支	86	76	49	370	197	41
投资	0	-2	-3	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-86	-78	-52	-370	-197	-41
股权募资	0	0	0	1,485	0	0
债权募资	-10	5	-38	-40	0	0
其他	-43	-13	-22	-1	-52	-76
筹资活动现金净流	-53	-8	-60	1,444	-52	-76
现金净流量	-47	54	5	1,312	26	261

来源：齐鲁证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	79	132	138	1,443	1,461	1,711
应收款项	112	98	170	171	255	353
存货	116	114	114	167	249	348
其他流动资产	12	11	8	17	21	29
流动资产	319	355	430	1,798	1,987	2,441
% 总资产	61.3%	59.9%	62.5%	75.6%	73.6%	78.4%
长期投资	0	0	5	5	5	5
固定资产	185	204	218	524	659	620
% 总资产	35.6%	34.5%	31.7%	22.0%	24.4%	19.9%
无形资产	16	32	33	49	48	46
非流动资产	202	238	258	581	714	673
% 总资产	38.7%	40.1%	37.5%	24.4%	26.4%	21.6%
资产总计	520	593	688	2,378	2,701	3,114
短期借款	73	78	40	0	0	0
应付款项	164	134	154	215	321	448
其他流动负债	19	0	10	68	99	135
流动负债	256	213	205	283	420	582
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	20	29	32	32	32	32
负债	276	241	237	315	452	615
普通股股东权益	235	341	440	2,047	2,224	2,464
少数股东权益	9	10	11	16	25	36
负债股东权益合计	520	593	688	2,378	2,701	3,114

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益 (元)	0.391	0.666	0.718	0.810	1.176	1.595
每股净资产 (元)	1.468	2.134	2.752	9.520	10.343	11.459
每股经营现金净流 (元)	0.572	0.874	0.736	1.080	1.243	1.704
每股股利 (元)	—	—	—	0.243	0.353	0.478
回报率						
净资产收益率	26.65%	31.22%	26.09%	8.51%	11.37%	13.92%
总资产收益率	12.03%	17.98%	16.70%	7.32%	9.36%	11.01%
投入资本收益率	28.68%	40.27%	34.02%	28.31%	32.29%	44.07%
增长率						
营业总收入增长率	—	27.68%	10.80%	45.24%	48.28%	38.55%
EBIT增长率	—	64.96%	2.33%	48.46%	45.10%	36.69%
净利润增长率	—	70.27%	7.80%	51.53%	45.25%	35.61%
总资产增长率	—	13.92%	16.07%	245.66%	13.57%	15.31%
资产管理能力						
应收账款周转天数	32.9	47.6	49.0	48.0	48.0	48.0
存货周转天数	67.3	113.6	99.6	100.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	71.3	111.6	99.2	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	75.4	122.3	120.4	128.5	139.5	119.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-2.28%	-16.03%	-21.62%	-69.96%	-65.00%	-68.46%
EBIT利息保障倍数	11.7	12.8	44.8	-109.3	-56.8	-71.1
资产负债率	53.07%	40.67%	34.46%	13.25%	16.75%	19.73%

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%-+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话:021-58303470
手机:13641659577
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话:021-58206173
手机:18621368050
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双鸽
大厦 19 楼

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-81283786
手机:15806668226
传真:0531-81283791
邮编:250010
地址:山东济南经十路 17703
号华特广场 B501